

Jugando al Monopoly con el Diablo: Dolarización y Monedas Nacionales en los Países en Desarrollo¹



Manuel Hinds

Prólogo

Esta es la historia de lo que le sucedió a Dema Gogo, gobernante de un país pobre en una zona subdesarrollada del mundo, cuando descubrió que podía emitir su propia moneda. El relato comienza con una conversación que tuvo con el mismísimo diablo, al día siguiente de su toma de posesión como Presidente de la República. Bebiendo una copa de coñac y fumando un puro cubano en la terraza del Palacio Presidencial, disfrutando de la vista de las exquisitas plantas tropicales que crecían en el jardín de un piso más abajo, estaba pensando en lo que podría hacer para asegurar su reelección cinco años más tarde. Tenía muchas ideas pero no tenía dinero. Fue en ese plácido momento cuando vio que un personaje familiar se le acercaba.

"¡Hola, Diablo!" dijo. "Acompáñame con un coñac y un cigarro".

"¡Hola, Dema!" dijo el Diablo, sirviéndose una copa de coñac y sentándose junto al gobernante, de modo que ambos miraban al jardín. Sentarse de esta manera, sin verse el uno al otro, sino viendo un objeto común, les dio a ambos una sensación de intimidad, de mutuo propósito.

"Tengo una propuesta para ti", dijo el Diablo.

"¿Una propuesta? Tal vez te refieras a un trato. Por eso se te conoce".

"¿Un trato? No me atrevería. Tu campaña decía que eres incorruptible", dijo el Diablo.

"Bueno, no prestes mucha atención al lenguaje de la campaña", dijo Gogo. "El político siempre escucha las propuestas. Eso es la política, ya sabes. Vendería mi



*Manuel Hinds. Es economista y consultor económico. Fue ministro de Hacienda de El Salvador entre 1994 y 1999. Se le considera el padre de la dolarización pues fue quien propuso la idea en su país. Es autor de *Playing Monopoly with the Devil: Dollarization and Domestic Currencies in Developing Countries* (Yale University Press, 2006) y co-autor con Benn Steil de *Money, Markets and Sovereignty* (Yale University Press, 2009). Hinds también es columnista de *El Diario de Hoy* de El Salvador. En 2010 obtuvo el Premio Hayek del Manhattan Institute.*

¹ Traducción de Enrique A. Bour.

alma por un precio razonable, digamos, el precio combinado de todos los activos en el país. No crédito, claro está. Sólo efectivo".

"No quiero sonar ofensivo, Sr. Presidente. Recordaré tu amable oferta pero sería demasiado para mí en este momento. No hay mucho dinero en efectivo en este momento. Lo entenderás".

"Si me permitieras abordar ese problema", dijo el Diablo, sorbiendo un poco de coñac, "déjame decirte que acabo de estar con el Dr. Werner von Bankrupt abajo, en mis dominios. Acaba de llegar. Un individuo brillante. Aunque no del todo fiable. Era un macroeconomista cuando estaba en la tierra, ya sabes".

"Son peores que nosotros los políticos. Nunca repitas esto, por favor".

"Lo sé, tengo un montón de ellos ahí abajo. Un gran equipo, de verdad. Ellos han logrado muchas hazañas para mí", dijo el Diablo. Luego continuó: "Bueno, en cualquier caso, tuvo una idea brillante. Le hablé de mis problemas de dinero, y me dijo que debería emitir la propia moneda del Infierno. Le dije que no necesitaba una moneda local porque no hay transacciones en el Infierno. Sólo necesitaba dinero en efectivo para mis operaciones en el extranjero. Eso significa dólares, ya sabes. Pero, luego, cuando me explicó sus ideas, pensé que tal vez tú podrías usarlas. Deberías emitir tu propia moneda, el gogo, con tu cara en cada moneda y billete".

"Oh, esa no es una idea tan brillante. ¿Qué gano yo con imprimir mi propia moneda? No estoy seguro de querer mi cara por todas partes. Es una de mis debilidades, ya sabes, según mis asesores de campaña en Miami".

"El Dr. Von Bankrupt explicó los beneficios que podrías conseguir. Esto es lo que dijo. Imagina que tu país es un gigantesco juego de Monopoly. Usas el dinero del Monopoly para jugar al Monopoly, ¿verdad? Ahora imagina que obligas a la gente a darte sus dólares para obtener el dinero que necesitan para jugar en el país. Tú recibes los dólares, ellos reciben billetes de Monopoly, ¡y tú puedes imprimir todo lo que quieras! ¡Sería como si tuvieras el banco Monopoly para tu uso exclusivo! Podrías aterrizar en el Paseo Marítimo con hoteles y no preocuparte en absoluto. Sólo tienes que tomar el dinero del banco. Si quieres comprar una propiedad, sólo toma más dinero. ¿Lo entiendes? Y encima de eso, ¡puedes usar sus dólares! Puedes depositarlos en Nueva York y obtener interés por ellos. Y eso es dinero de verdad. El Dr. von Bankrupt me dijo que se llama señoreaje: el derecho del gobernante a extraer un ingreso por permitir a la gente usar el dinero local. ¡Ganaste, Dema, pase lo que pase!"

Gogo, con la boca abierta, giró la cabeza para mirar al Diablo. "¡Es una idea brillante!" Luego levantó los ojos, pensó por un momento, y preguntó: "¿Pero qué hay para ti? ¡Me la diste y no he firmado nada!"

El Diablo lo miró con dulce inocencia. "Considéralo un regalo para una larga y provechosa relación".

Así que Dema Gogo creó el gogo, y emitió un decreto que ordenaba que todas las transacciones en el país debían estar denominadas en la nueva moneda.

Se estableció un banco central, dirigido por el eminente financista Don Santiago De la Insolvencia, para emitir los gogos y administrar los dólares obtenidos en la operación. El Director De la Insolvencia estableció la regla de que el Banco Central emitiría gogos sólo cuando los ciudadanos le entregaran sus dólares. La tasa de cambio era de 1 a 1, de manera que el Banco Central mantenía un dólar por cada gogo en circulación.

Dema Gogo se alegró mucho cuando vio la enorme cantidad de dólares entrando en las arcas del Banco Central a medida que los ciudadanos los cambiaban por gogos. Su felicidad se convirtió en furia, sin embargo, cuando De la Insolvencia dijo que sólo podía usar el interés de los dólares, y no la cantidad total para sus proyectos favoritos.

"¿Por qué no toda la cantidad?" preguntó el presidente, sospechando que el gobernador le estaba jugando una mala pasada.

"Porque tenemos que mantener reservas de dólares verdaderos, Sr. Presidente. Esta junta del Monopoly no es autónoma. No todas las cosas que la gente necesita pueden ser compradas dentro del board. Tenemos que importar cosas, la gente necesita viajar, y para ello necesitan dinero real. Nadie toma gogos si no está obligado a hacerlo. Por lo tanto, tenemos que estar listos para venderles dólares cada vez que nos den gogos".

"¡Pero siempre puedo imprimir todo el dinero local que quiera!" dijo Gogo, recordando lo que el Diablo le había dicho.

"No del todo", dijo el gobernador. "Cuanto más se imprime, más actividad económica se tiene, y se necesitan más cosas importadas. Así que, cuanto más dinero imprimes, más dólares necesitas".

"Entonces, ¿cuál es la ventaja de tener gogos?"

"Todavía se reciben los intereses de los dólares reales que quedan en el país, que ascienden al 5% de éstos. Eso es mucho dinero, Su Excelencia. El interés es tan importante que tiene un nombre. Se llama señoreaje: el derecho del gobernante a cobrar por el uso del dinero dentro del país".

"¡No quiero reducir mis proyectos en un 95%!" rugió Gogo.

Llamó al Diablo otra vez. "Esto es un fraude", dijo, "¡un espejismo! Apenas estoy recibiendo el 5% del banco del Monopoly".

El Diablo sonrió. "Eso es porque Santiago De la Insolvencia está desactualizado. Estableció lo que se conoce como un currency board. Esto no es lo que el Dr. von Bankrupt tenía en mente. De la Insolvencia está ignorando algo que los expertos llaman "flotante". No todo el dinero sale del país; siempre hay una cierta cantidad que queda dentro, que llaman el flotante. Puedes gastar ese dinero, seguro que nadie lo retirará nunca. Emite gogos contra ese flotante, y verás que no pasará nada, excepto que podrás gastar más dinero".

"¿Y de cuánto sería ese flotante?"

"Von Bankrupt estima que, en promedio, sólo el 20% de las reservas fluctúan. Puedes usar el otro 80%".

"Estoy empezando a sentirme atraído por ti, Diablo", dijo Gogo.

"Siempre te he gustado. Lo sé en mi corazón," respondió el Diablo.

Gogo llamó a De la Insolvencia y le dijo que se deshiciera del currency board y que emitiera inmediatamente un préstamo al gobierno equivalente al 80% de las reservas. El préstamo financiaría los puentes de Gogo, las carreteras de Gogo, las estatuas de Gogo, y así sucesivamente, todas las cosas que Gogo había soñado construir para perpetuar su memoria y ganar las próximas elecciones. En pocos meses, todas estas obras se iniciaron. No sólo eso, el país estaba inundado de dinero y se estaba produciendo un boom inmobiliario. La Asociación de Propietarios le dio una condecoración dorada. El gobernante quedó satisfecho y disfrutó más que nunca de sus cigarros de la tarde.

El Gobernador De la Insolvencia, siempre aprensivo, le llamó para decirle que las reservas de dólares estaban bajando.

"¿A quién le importa, De la Insolvencia? No seas gallina. Sabíamos que iban a bajar. ¡Es el flotante! ¡Ahora todos aman los gogos!"

A Gogo le encantaba decir flotar. Era una palabra técnica, como señoreaje, pero no podía pronunciar esta última.

Sin embargo, un día lo visitó el Ministro de Obras Públicas, D. Rodrigo Diez Porciento. "Excelencia", le dijo, "Tengo problemas para comprar propiedades y materiales. Los ciudadanos privados también los están demandando y ofrecen precios cada vez más altos. Ha habido muchos gogos por ahí desde que se terminó la junta monetaria. Para asegurarnos de que podamos comprar estas propiedades y materiales, tenemos que ofrecer precios más altos".

"No te preocupes, Diez Porciento, sólo paga un poco más de lo que ofrecen los ciudadanos. Eso será suficiente".

Unos meses después, Diez Porciento volvió. Le mostró un libro de cuentas con números. "Excelencia", dijo, "Vengo con malas noticias. Los costos están superando considerablemente nuestros presupuestos. No podremos terminar ninguno de sus proyectos si no conseguimos más dinero. Nos falta un 25%".

"¿Cómo es posible? Te dije que pagaras sólo un poco más de lo que los ciudadanos ofrecían por lo que necesitabas. ¡Ahora me muestras un 25% de déficit!"

"He estado pagando un poco más de las ofertas del sector privado. Pero esas ofertas han ido aumentando constantemente. Para superarlas, he tenido que ofertar cantidades cada vez mayores".

Gogo llamó al Director del Banco Central.

"Su Excelencia, he estado tratando de contactarlo. Estamos perdiendo más reservas de las que pensábamos. El país está importando más que nunca. Me preocupa que podamos perder más reservas de las que podemos pagar. Además, con la continua creación monetaria, los precios de todo están subiendo y la gente está protestando. Están llamando a sus políticas "inflacionarias". ¿Podría decirle a Diez Porciento que reduzca sus gastos?"

Luego Gogo leyó una declaración que la Asociación de Propietarios había publicado en los periódicos. "El presidente Gogo nos está jugando al juego de 'Un gato de un millón de dólares por dos perros de medio millón de dólares'. Vendimos nuestras propiedades a precios muy altos, pero cuando acudimos al mercado para sustituirlos nos encontramos con que todas las propiedades eran igual de caras, y que los precios más altos eran sólo un espejismo. Somos tan pobres como siempre".

Gogo volvió a invocar al Diablo. "¡Mira lo que está pasando aquí! Tenemos inflación y estamos perdiendo reservas. Ahora Santiago De la Insolvencia dice que debemos reducir los gastos, mientras que Diez Porciento dice que no podrá terminar mis proyectos a menos que consiga más dinero. ¡Sabía que no podía confiar en ti!"

El Diablo fingió una ofensa. "Dema, viejo amigo, ¿cómo puedes decirme esto? El Dr. von Bankrupt dice que todo lo que tienes que hacer es devaluar tu moneda."

¿"Devaluar"? ¿Qué quieres decir?"

"Hoy en día, estás liquidando un dólar por cada gogo cuando la gente importa cosas. Mañana deberías cobrar dos gogos por dólar. La gente no podrá comprar todos los dólares que están comprando ahora".

Gogo miró al Diablo con ojos salvajes. "¡Tienes razón, Diablo! Esa es la solución."

Y al día siguiente devaluó la moneda. La demanda de dólares cayó inmediatamente. Temprano por la mañana, recibió una llamada del presidente de la asociación de exportadores. "Estamos muy contentos, Su Excelencia. El equivalente gogo de nuestros ingresos por exportaciones se ha duplicado. Como los salarios no han subido, la exportación se ha vuelto más rentable".

El mandatario estaba eufórico, hasta que recibió una llamada de la Sra. Tessa Bono, Ministra de Finanzas. "Su Excelencia, estamos en graves problemas. Yo apoyé con entusiasmo la devaluación, pero ahora me he dado cuenta de que la carga de la deuda externa se ha duplicado. Ayer, necesitábamos un gogo para pagar un dólar, ahora necesitamos dos gogos, y nuestros impuestos están todos en gogos. Tenemos que seguir inflando la economía, para que nuestros ingresos fiscales aumenten lo suficiente para pagar nuestras deudas. Lo que digo es que debe decirle al Banco Central que me preste más dinero. Por supuesto, no se puede volver a devaluar. Sólo inflar, no devaluar. Si lo hace, los dólares serán más caros de nuevo".

"La felicidad nunca es completa", pensó Gogo, un segundo antes de recibir una llamada del Sr. Jaime Hoffa, el Ministro de Trabajo.

"Excelencia, nos enfrentamos a una revuelta laboral. Los trabajadores afirman que efectivamente hemos bajado sus salarios con la devaluación y exigen un ajuste inmediato, lo que significaría duplicar sus salarios, para que sigan siendo los mismos cuando se midan en dólares".

Luego le tocó al Director del Banco Central. "Su Excelencia, las tasas de interés están subiendo, mucho. Han alcanzado 100%, casi el doble que las de Brasil. Los bancos dicen que tienen que aumentarlas porque, si no lo hacen, la gente se llevará sus depósitos al extranjero. Creen que se volverá a devaluar. No podemos permitirnos esta salida de capital. No tenemos suficientes reservas, como usted sabe".

"Reduzca la emisión. Haz lo que quieras", dijo Gogo, cansado de todo este caos monetario.

El día continuó con una llamada de Diez Porciento. "Su Excelencia,

Santiago De la Insolvencia me dice que usted le dijo que dejara de prestar al gobierno. Tessa Bono me dice que sin esos préstamos no puede darme el dinero que necesito. Siento decir que necesitamos más aumentos presupuestarios. El

costo de todos los materiales importados se ha duplicado, y representan un alto porcentaje del costo de la nueva construcción. Sólo piense en el petróleo".

Tessa Bono llamó inmediatamente después. "Su Excelencia, el déficit fiscal está aumentando rápidamente debido a la subida de las tasas de interés. Nuestros bonos del Tesoro están pagando el 105%. No podemos permitirnos esto".

"Señor, hay una manifestación que viene al Palacio Presidencial", interrumpió su Jefe de Seguridad. "Dicen que quieren su cabeza."

A las 5 de la tarde, el mandatario llamó al director del Banco Central y le ordenó que aumentara la impresión de gogos para prestar más recursos al gobierno. Inmediatamente después, decretó que todos los salarios se incrementaran en un 100%, con efecto inmediato. Esto resolvió la mayoría de los problemas de ese día, excepto las tasas de interés. Gogo estaba feliz de haber podido encontrar una solución sin consultar al Diablo.

Luego se tomó una semana de vacaciones en la playa.

Cuando regresó se encontró con el Director del Banco Central esperándole. "Su Excelencia, tenemos un serio problema. Desde que aumentamos los salarios, todos los precios han aumentado y estamos en la misma posición que antes, cuando originalmente devaluó la moneda. Los dólares son dos veces más caros de lo que eran antes de la devaluación, pero los ingresos en los gogos también son el doble de lo que antes de esa fecha. Estamos perdiendo reservas de nuevo, y rápidamente. Las tasas de interés también están aumentando rápidamente, no porque hayamos devaluado, sino porque la gente piensa que vamos a devaluar. Algunos de ellos están llevando su dinero al extranjero, sin importar la tasa de interés. Tenemos que devaluar de nuevo".

Gogo miró al director. "Pero, De la Insolvencia, si devaluamos hoy, tendremos que volver a devaluar mañana. Esto es como andar en bicicleta cuesta abajo sin frenos".

"Sí, Su Excelencia, supongo que sí."

Los ojos de Gogo bajaron hasta el periódico que su asistente había dejado en su escritorio. El presidente de la asociación de exportadores estaba en los titulares. Parecía indignado. El periódico lo citaba: "Las políticas del gobierno están reduciendo la competitividad del país. Nuestros costos de mano de obra aumentan rápidamente y los precios de nuestras exportaciones siguen siendo los mismos. Exigimos otra devaluación, y pronto".

En la segunda página, había una foto del líder laboral nacional. También parecía indignado. Decía: "Haremos una huelga si el gobierno devalúa más y no aumenta nuestros salarios proporcionalmente."

Gogo calmó sus nervios. Hablaría con el Diablo. El Diablo siempre tenía soluciones. Deseaba que el Diablo fuera el director del Banco Central. Fue una pena que no pudiera, por razones constitucionales. El Diablo no era un habitante del país. Cumplía con todos los demás requisitos.

"Por supuesto que tengo una solución", dijo el Diablo. "Hacer flotar la moneda".

"¿Qué quieres decir?"

"No tengas ningún precio oficial para la moneda. Sólo deja que el mercado lo fije. Si haces esto, puedes seguir imprimiendo tanto dinero como quieras sin tener que anunciar que vas a devaluar la moneda. La gente que vende y compra gogos fijará ese precio en cada transacción. Nadie te culpará".

Al día siguiente, Gogo anunció la flotación del gogo. Las instituciones internacionales lo elogiaron. El *Timely Times*, el periódico más influyente del país, publicó un editorial diciendo: "Nuestro eminente presidente Gogo ha entrado en el reino de los mandatarios ilustrados al adoptar el más flexible de todos los regímenes monetarios. Ahora, de acuerdo con lo que dicen nuestros asesores macroeconómicos, estaremos libres de las idas y venidas de los mercados monetarios internacionales. Por fin somos soberanos en materia monetaria. Podemos ejercer lo que los expertos llaman 'política monetaria' y dejar que el mercado se ocupe de sí mismo".

Gogo se sentía feliz de nuevo. Pero no pasó mucho tiempo antes de que su calma fuera interrumpida por una llamada del Director del Banco Central. "Su Excelencia, nuestra moneda no está flotando sino hundiéndose. La inflación sigue aumentando y las tasas de interés están haciendo lo mismo. Dado que la moneda se sigue devaluando, las tasas de interés son demasiado altas para otorgar préstamos. Sólo los malos clientes piden prestado a estas tasas de interés, y nos enfrentamos a la perspectiva de una crisis financiera, ya que los préstamos incobrables se están acumulando. Al mismo tiempo, los ahorradores están llevando su dinero al extranjero. Tenemos que reducir el costo del dinero y dar confianza a la gente".

Gogo nunca había pensado en tal posibilidad. "No quiero volver al diablo. Me meto en problemas más profundos cada vez que lo hago. Además, no quiero darle la impresión de que no puedo manejar el país sin su consejo."

"Tengo una solución", dijo el Sr. De la Insolvencia, "permitamos que los ahorristas depositen su dinero en nuestros bancos en cuentas en dólares". Con eso, estarán protegidos contra la inflación y las devaluaciones. Las tasas de interés

de los depósitos en esas cuentas bajarán. Entonces los bancos podrán prestar a tasas más bajas a buenas compañías, en dólares por supuesto".

Se hizo así. Los depósitos aumentaron en las cuentas en dólares, que pagaban tasas de interés muy, muy inferiores a las de los gogos. La gente, sin embargo, no quería pedir prestado en dólares, porque a medida que el gogo se devaluaba el valor de su deuda aumentaba en términos de gogo. Esta vez, Gogo olvidó su orgullo y llamó al Diablo de nuevo.

"No te preocupes", dijo el Diablo, "pronto descubrirán que la inflación interna les permitirá pagar sus préstamos". Si la moneda cae en un 100% y la inflación de los salarios es del 100%, pueden hacerlo. Como la moneda flota, sucederá automáticamente".

Gogo se sintió feliz, pero tenía la inquietante sensación de que algo iba mal. Una voz le decía: "Has vuelto al punto de partida. Esto es lo mismo que no devaluar y tener una inflación cero. Es lo mismo que cuando no tenías una moneda propia, excepto que ahora todo es más complejo".

Aun así, llamó al Sr. De la Insolvencia. Ya estaba bajando a toda velocidad y no tenía sentido desear que nunca hubiera empezado a hacerlo. "Preanuncie la tasa de devaluación, que será la misma que la inflación esperada, 100%. Esta será la tasa a la que se creará dinero", dijo Gogo, repitiendo las instrucciones detalladas que había recibido del Diablo. El Director quedó impresionado. "Esto es lo que las organizaciones internacionales dicen que es lo mejor".

El Ministro de Obras Públicas llamó un mes después. "Su Excelencia, necesito más dinero para terminar los proyectos. La inflación va por delante de mí. Cuando trato de comprar cosas, los precios aumentan antes de que tenga la oportunidad de pagar. Uno de mis asesores me dice que se llama expectativas racionales. A este ritmo, no podremos terminar las obras públicas a tiempo para las elecciones".

Gogo estaba seriamente preocupado. Llamó al Diablo otra vez.

"Dales una sorpresa inesperada para que se sorprendan, algo que no esperarían", dijo el Diablo. "Dale a Diez Por ciento mucho dinero, para que pueda terminar las obras públicas, pero haz que este movimiento se demore hasta después de las elecciones. Esto se llama retrasos, ya sabes".

A pesar del tono tranquilizador del Diablo, fue durante esos días que Gogo comenzó a tener una pesadilla recurrente de desmembramiento. Se encontraba entre dos bicicletas, una llamada de inflación y otra de devaluación, y tenía que mantenerlas a la misma velocidad para evitar el desastre. Más tarde, comenzó a soñar que el número de bicicletas aumentaba. En uno de estos sueños, sostenía la inflación y la devaluación con sus manos, mientras mantenía las otras dos en

movimiento con sus piernas. Se llamaban tasas de interés y servicio de la deuda en el extranjero. Las peores pesadillas llegaron cuando se convirtió en un pulpo, con una bicicleta atada a cada uno de sus tentáculos, que ya controlaba el ritmo de la fuga de capitales, los márgenes entre los préstamos denominados en dólares y gogos, las ganancias y pérdidas de los bancos por las diferentes tasas de devaluación, el poder adquisitivo de los salarios, los niveles de las reservas internacionales, los rezagos, los flotantes, las expectativas racionales, el señoreaje, los choques inesperados, etcétera.

A sólo dos meses de la elección, Santiago De la Insolvencia llamó de nuevo. Había ansiedad en su voz. "Señor, estamos en un lío. La gente no puede pagar sus deudas de gogo. Las tasas de interés son demasiado altas porque la gente piensa que la tasa de devaluación se acelerará. No pueden pagar sus deudas en dólares porque la inflación está deprimiendo el negocio y, por esta razón, el valor en gogo de las deudas en dólares está aumentando más rápido que sus ingresos con cada devaluación. Los depositantes están cambiando de gogos a dólares y nuestras reservas están cayendo en picada. El mercado negro está en auge y allí el precio del dólar está subiendo muy rápido. Ahora el tipo de cambio oficial es de 1000 millones a uno, y en el mercado negro de 1500 millones a uno. Creo que el riesgo de una crisis bancaria es alto y no tenemos suficientes dólares para evitarla".

"Pero, ¿por qué? Hemos garantizado que no devaluaremos la moneda más rápido que al 100%. ¡Y llámame 'Su Excelencia'!"

"El problema es que la gente no cree que usted pueda honrar su palabra, Su Excelencia. La crisis explotará si el público percibe que el gobierno no tiene suficientes dólares para respaldar los gogos".

El Diablo regresó. "No te preocupes. El Ministerio de Finanzas debería emitir deuda a corto plazo en dólares y transferir los ingresos al Banco Central. Esto le dará las divisas que necesita. Esto es más o menos lo que hizo México en 1994".

Como Gogo no sabía lo que había hecho México en 1994, y no sabía lo que había pasado allí después, se sentía optimista. El Ministerio de Finanzas emitió notas a 30 días que pagaban el 12% en dólares, mientras que las letras del Tesoro de Estados Unidos pagaban el 2%. La ministra Tessa Bono, en un arrebatado de vanidad, los llamó Tessabonos. El gobierno recibió un nuevo ingreso de dólares.

Sin embargo, tres días antes de las elecciones, hubo un editorial en el periódico Timely Times. "Cuando este periódico iba a la imprenta, el gogo se desvió de su curso previsto por más del 200% y luego entró en caída libre en el mercado negro, que es el único que funciona en el país, ya que el gobierno ha dejado de vender dólares. Hace cinco años, teníamos una moneda estable y, aunque nuestras tasas de crecimiento no eran sensacionales, estábamos haciendo progresos constantes. Ahora, tenemos una huida del dinero; no hay dólares para pagar nuestras importaciones; las tasas de interés están por las nubes; el valor de las deudas en

dólares del sector privado con el sistema bancario se está disparando a medida que la moneda se devalúa, dejando al sector privado tan en bancarrota como el gobierno; y el gobierno ha defaultado sus Tessabonos denominados en dólares. Por supuesto, los bancos tienen muchos gogos, que son impresos por el Banco Central a pedido, pero no pueden entregar lo que sus depositantes quieren: dólares. Hasta aquí la tan anunciada capacidad del Banco Central para actuar como prestamista de última instancia. Apoyamos a Gogo hace cinco años. Queremos compensar al país por nuestro error ofreciendo un premio por su alma: un billón de gogos".

El teléfono sonó cuando Gogo terminó de leer el editorial. "Gogo", dijo el Sr. De la Insolvencia, "tenemos una corrida bancaria. La gente cree que la moneda se devaluará más que cualquier cantidad que usted anuncie y continúan cambiando sus gogos a dólares, ahora a una tasa aterradora. Estoy a bordo de un avión que acaba de despegar, dirigiéndome a un lugar que prefiero dejar desconocido. Cuando me fui, sus reservas eran de cincuenta centavos. Hay disturbios frente a los bancos. Por favor, acepte mi renuncia".

Gogo escuchó un fuerte estruendo. Primero fue un sonido lejano, pero pronto se dio cuenta de que se le acercaba rápidamente. El suelo vibraba con una fuerza cada vez mayor. Luego escuchó el horrible sonido de ventanas rompiéndose y pisadas, miles de pisadas, subiendo las escaleras. "¿Qué está pasando?" le preguntó a su asistente.

"Una turba quiere atraparlo", dijo, corriendo al helicóptero presidencial, que despegó tan pronto como abordó, con todo el cuerpo de guardaespaldas de Gogo y el tesoro secreto de dólares que Gogo había guardado en su oficina para situaciones extremas como éstas.

Gogo saltó al jardín y corrió rápidamente, buscando un escondite. Lo encontró dentro de una pequeña gruta donde solía tomar copas con sus amigos. Se sentó allí un momento, con la cabeza entre las manos, y luego soltó un grito apagado. Había alguien más allí. Era el Diablo.

"¡Realmente me asustaste!" dijo.

"¿Qué está pasando, amigo mío?" preguntó el Diablo, sonriendo maliciosamente.

"Una turba me persigue".

"¿Qué les hiciste?"

"Nada. No son razonables. No entienden lo difícil que es de manejar la macroeconomía".

"¿Qué dicen?" preguntó el Diablo.

"¡Mira!" dijo Gogo, entregándole la página arrugada del periódico con el editorial impreso en él.

"¿Qué puedo hacer?" preguntó Gogo mientras el Diablo leía con gran concentración. "¿Cómo puedo hacer que la gente confíe en mi moneda?"

"Oh, deberías abolirla en este momento", dijo el Diablo, "aunque yo supongo que es un poco tarde para eso". Y antes de que Gogo pudiera responder, el Diablo caminó hasta la entrada de la caverna y gritó: "¡Está aquí!"

Un sorprendido Gogo salió corriendo de la gruta pero, en su prisa, pisó una piedra resbaladiza, cayó hacia atrás y se rompió el cuello. Murió instantáneamente.

Gogo se despertó en otro mundo. Esperaba ver un Tribunal del Juicio, presidido por Dios, pero sólo vio a su viejo amigo, el Diablo, que lo estaba atando con cuerdas de acero mientras daba instrucciones a los demonios menores sobre el horno particular al que debía ser llevado. Una vez que terminó de atarlo, el Diablo puso un letrero encima de él. "Propiedad del Diablo", decía.

"¡Oye!" dijo Gogo, "¡Merezco un juicio! Nunca te vendí mi alma".

El Diablo sonrió. "Anoche compré el Timely Times y, como sabes, hice una oferta pública por tu alma, que fue entregada por la turba que te persiguió esta mañana. Pagué un billón de gogos, que, sumado al billón que pagué por el periódico, me dice el Dr. von Bankrupt, es el precio combinado de todos los activos de tu país".

"¡Nunca firmé nada!"

"No hay necesidad de esas insignificantes formalidades. Te tengo grabado diciendo que me venderías tu alma si pagara esa cantidad. Acabo de ejercer la opción".

Mientras Gogo estaba siendo llevado por los demonios menores, el Diablo le dijo: "Al tipo de cambio de hoy en el mercado negro, pagué alrededor de un dólar y medio. Ese fue un precio justo".

¿Por qué un país en desarrollo debería renunciar a su poder de crear dinero adoptando como propia una moneda internacional?

Este libro aborda esta pregunta.

Para la mayoría de los economistas, el libro debería ser muy breve, de unos pocos párrafos. Debería limitarse a enunciar la respuesta convencional a esta pregunta, que sería que un país nunca debería renunciar a este poder. Tal respuesta se basaría en impresionantes fundamentos teóricos e institucionales.

Teóricamente, hay argumentos basados en el comercio, las finanzas y la gestión fiscal. Por el lado del comercio, el argumento es que la flexibilidad para modificar el tipo de cambio permite a las autoridades nacionales modificar los precios relativos nacionales devaluando la moneda nacional de tal manera que se desalienten las importaciones y se fomenten las exportaciones. Esto, una ventaja en sí mismo, también da a los países capacidad de resistencia frente a las turbulencias externas, como los cambios negativos en la relación de intercambio y los desastres naturales. En el aspecto financiero, los argumentos son varios. Todos están relacionados con la capacidad de los bancos centrales para imprimir dinero y cambiar el precio de la moneda, lo que les permite mantener sus tasas de interés bajas incluso si son altas en el mercado internacional. La capacidad de imprimir dinero también garantizaría una abundante oferta de crédito, incluso si el crédito está restringido en el extranjero. Lo más importante es que el poder de crear dinero convierte a los bancos centrales en prestamistas de última instancia cuando una crisis amenaza al sistema financiero nacional. Del lado fiscal, el argumento es que el hecho de tener una moneda nacional permite que el gobierno cobre un impuesto sobre la demanda de dinero, llamado señoreaje. Cuando la demanda de dinero aumenta, el gobierno puede imprimirlo y gastar los ingresos. Todas estas ventajas teóricas se pierden cuando un país se dolariza. Además, el último argumento contra la dolarización es que un país puede elegir no imprimir dinero sin tener que renunciar a su capacidad de hacerlo en el futuro.

La triste historia de las aventuras de Dema Gogo contenida en el prólogo contradice todas estas predicciones. Para disgusto de Dema Gogo, la moneda local provocó altas tasas de interés y una inflación galopante, y lejos de generar recursos financieros abundantes, éstos disminuyeron a medida que imprimió más dinero. Bastante dramáticamente, fue derribado no por un choque externo sino por uno que él mismo había creado internamente mediante la manipulación de su propio dinero. Además, su banco central, que se suponía sería el prestamista de última instancia, fracasó miserablemente cuando se quedó sin la moneda que la gente quería al correr contra los bancos: dólares.

Dejando de lado el diablo, su historia es bastante realista. Contiene los principales elementos de la vía que muchos países en desarrollo han seguido para llegar a crisis financieras y trastornos políticos a lo largo de sus historias. Su realismo ilustra la gran diferencia que existe entre las predicciones sedantes de las teorías convencionales y las crudas realidades monetarias a las que se enfrentan los habitantes de esos países.

Muchos sugerirían que la fuente última de la caída de Gogo no fue la creación de una moneda local en sí misma, sino su manipulación abusiva para financiar al gobierno. Esto es parcialmente cierto. No obstante, la existencia de una moneda local no sólo proporcionó la tentación de abusar de ella, sino que también complicó seriamente los asuntos porque el tipo de cambio adquirió una dinámica propia. Aunque Dema Gogo era fiscalmente irresponsable y siguió financiando sus proyectos favoritos durante todas sus aventuras, tuvo que tomar cada vez más medidas para compensar los problemas que las devaluaciones en sí mismas estaban estimulando en todas las dimensiones de la economía. Cada una de estas acciones creaba nuevas complicaciones hasta que todo quedó fuera de control.

Dema Gogo aprendió esta lección de la manera más difícil. Antes de que decidiera crear su propia moneda, las cosas eran bastante predecibles, incluso si no estaban tan bien. La economía era transparente. Los precios daban señales fiables del valor de las cosas. Sabía que tenía que aumentar los impuestos si quería gastar dinero. Los deudores, incluyendo el gobierno, sabían la carga que las deudas imponían a sus ingresos. Si estuvieran sobrecargados, podrían planear el ajuste de sus deudas de manera directa, reduciendo sus gastos en una cierta cantidad. No tenían ningún repentino aumento de la cantidad que debían.

De repente, cuando creó su propia moneda, Dema Gogo se encontró viviendo en un mundo no lineal donde todas las magnitudes que habían sido seguras ahora se movían salvajemente con cada movimiento del tipo de cambio. También descubrió que se había convertido en prisionero de la ley de los resultados no deseados, ya que cada una de las acciones que tomaba para manejar el tipo de cambio podía tener impactos negativos en múltiples variables. Estas incluían, entre otras, el nivel de producción y la tasa de inflación, las tasas de interés, el nivel y la composición monetaria de los depósitos bancarios, la capacidad de los deudores para cumplir sus obligaciones y la salud de las instituciones financieras.

Todas estas variables reaccionaron de manera tan pronunciada a movimientos en el tipo de cambio que tuvo que tomar todos éstos y muchas otras cosas en consideración cada vez que decidía perseguir una cierta política cambiaria. Como el estándar de valor de la población y el valor del gogo se apartaron, las reacciones de la población a estas políticas se hizo cada vez más inusual, hasta el punto de que Gogo vio cómo los efectos de la misma causa se revierten a sí mismos. De esta manera, observó cómo el aumento de la cantidad de dinero en circulación llevó inicialmente a un auge y luego a una depresión. Las tasas de interés se

incrementaron cuando se devaluó y cuando no lo hizo, dependiendo de lo que la gente pensaba que sería su futura política cambiaria.

Con el tiempo, las reacciones involuntarias de la economía a las manipulaciones monetarias de Gogo se volvieron traicioneramente repentinas. Antes de la introducción del gogo, por ejemplo, un banco con préstamos incobrables representando, digamos, el 5 por ciento de su cartera, sabía que tenía un problema de esa magnitud y podía planificar su solución con una certeza razonable. Con el gogo y sus tipos de cambio en curso, esta cantidad podría explotar hasta el 20, 30 o 50 por ciento como resultado de una sola devaluación. Esto sucedía, sino porque sus préstamos estaban denominados en dólares, debido a que las tasas de interés de los préstamos en gogo aumentaban tanto que los prestatarios no podían permitirse el lujo de atenderlos. Por lo tanto, como ha sucedido en tantos países en desarrollo, los bancos podrían encontrar de un día para otro que estaban en bancarrota, no por acciones que hayan tomado sino por decisiones hechas en el banco central.

Dema Gogo se dio cuenta de que la divergencia entre las tasas de inflación y devaluación introducía serias complicaciones porque el gogo ya no era el estándar de valor de la población. Entonces trató de mantener las dos tasas al mismo ritmo, aunque no entendía por qué mantener las dos variables moviéndose al mismo ritmo era mejor que detenerlas a ambas.

Sin embargo, mantener el equilibrio de las tasas de cambio también era difícil porque la posibilidad de que las tasas de inflación y devaluación divergieran abría la puerta a presiones políticas procedentes de grupos que podrían beneficiarse o sufrir dicha divergencia. De esta manera, por ejemplo, los trabajadores descubrieron que el mero hecho de mantener el nivel de los salarios constante en términos reales o en dólares requería una presión continua sobre el gobierno para mantener la inflación de los salarios por delante de las devaluaciones. Al mismo tiempo, tenía la presión de los exportadores, que exigían reducciones en el salario real, lo cual requería tasas de devaluación más altas que la inflación.

Estos problemas son ajenos a las generaciones actuales que viven en los países desarrollados, aunque sus monedas se devalúen y se aprecien habitualmente unas con respecto a otras. Al ser economías grandes y ampliamente diversificadas, el principal impacto de las depreciaciones monetarias en su actividad económica es un efecto sustitución, no ingreso. Es decir, si el dólar se deprecia con respecto al yen, los productores que utilizan insumos importados del Japón pueden sustituirlos por insumos producidos en los Estados Unidos a precios y calidad similares. La gente también puede realizar esta sustitución en el consumo. Por esta razón, la tasa de inflación no aumenta con la depreciación de la moneda y los salarios, aunque se reducen en términos de moneda extranjera, permanecen constantes en términos reales. Por lo tanto, la moneda conserva su valor interno aunque lo pierda en términos de otras monedas durante períodos muy largos. Por

estas razones, la gente en los países desarrollados piensa en el valor en términos de su propia moneda, de modo que el público en general ni siquiera nota las fluctuaciones del tipo de cambio. Por el contrario, las economías en desarrollo son débiles y poco diversificadas, por lo que su capacidad para reemplazar las importaciones con productos locales es muy limitada. Por lo tanto, los precios en moneda nacional de los bienes importados aumentan cuando hay una devaluación. El principal efecto es un efecto ingreso, no un efecto sustitución. Por estas razones, la gente en los países en desarrollo utiliza la moneda nacional pero piensa en el valor en términos de una moneda extranjera, a menudo el dólar estadounidense.

Esta diferencia es crucial para entender el comportamiento monetario en los países en desarrollo. Los habitantes de los países desarrollados tienen dos servicios que se prestan en una sola moneda: estándar de valor y medio de cambio. En los países en desarrollo, estos dos servicios están disociados, el primero es proporcionado por una moneda extranjera y el segundo por la moneda nacional. Debido a esta divergencia, la gente piensa en términos de ratios de precios domésticos a dólares y ajusta su comportamiento a las tasas de cambio de estos ratios. Esto confiere a las monedas locales de los países en desarrollo su comportamiento no lineal, lo que a su vez resulta en la endémica inestabilidad financiera y macroeconómica que caracteriza a la mayoría de ellas. La lealtad final a un estándar de valor extranjero es también la razón por la que la gente en estos países se apresura a cambiar su moneda local por dólares cada vez que hay una crisis o la perspectiva de una. Esto no sucede en los países desarrollados. Si los bancos quiebran, la gente se apresura a cobrar sus depósitos, pero no se dan la vuelta para comprar divisas extranjeras con ellos, como lo hacen en los países en desarrollo. La diferencia es que la gente en los países desarrollados no piensa que la quiebra de un banco afectará negativamente a la moneda. La gente en los países en desarrollo sí lo piensa, y con frecuencia la razón por la que retiran sus depósitos de los bancos no es que tengan miedo de que el banco quiebre, sino que la moneda se devalúe. Quieren que sus depósitos compren dólares, no poner su moneda local en otro banco o guardarla en sus colchones, como lo hacen en los países desarrollados.

Los costos del divorcio del estándar de valor y la moneda local son asombrosos aun cuando los países no caigan en crisis. Estos costos incluyen elevadas tasas de interés, niveles muy bajos de intermediación financiera, alta dependencia del crédito extranjero para financiar sus inversiones a largo plazo e, irónicamente, alta vulnerabilidad a los choques externos. Lamentablemente, los países que necesitan desesperadamente recursos financieros para financiar su desarrollo carecen de acceso a los mercados financieros internacionales, donde podrían obtener recursos a bajo costo en los largos plazos necesarios para la inversión productiva. También están excluidos de los servicios que ofrecen actualmente los mercados financieros globalizados. Esto sucede porque los acreedores e inversores se asustan ante la posibilidad de que se produzcan crisis monetarias y

la inestabilidad endémica de las monedas nacionales. También sucede porque los gobiernos de los países en desarrollo son bastante reacios a permitir al sector privado acercarse demasiado a los mercados internacionales. Su reticencia proviene de dos orígenes. Primero, tienen miedo de que permitir esto genere peligrosos riesgos de tipo de cambio. En segundo lugar, tener ese acceso liberaría a la población de las garras del monopolio de la moneda que tienen dentro de sus países. Los gobiernos se encargarían de asegurar que el estándar de valor en competencia se mantenga fuera de las fronteras de los países, prohibiendo el contacto de todos los sectores con dicha moneda.

Por supuesto, esto significa que las personas que desean tener un estándar de valor estable deben estar rodeadas de un laberinto de controles que les impidan el acceso para guardar e ingresar contratos denominados en una moneda que proporcione un vínculo confiable que conecte el pasado, el presente y el futuro. El problema se agrava cuanto más ejerce el banco central sus poderes para crear dinero. Este es uno de los costos más altos de la capacidad de emitir dinero en los países en desarrollo.

Los bancos centrales podían vivir con estas reglas en el mundo fragmentado de mediados del siglo XX. En aquellos días, los bancos centrales imponían sus monopolios a través de estrictos controles impuestos a los flujos de capital y podían negar a sus ciudadanos el acceso a las divisas. Los exportadores se veían obligados a entregar sus dólares al banco central al precio que éste establecía, y los importadores, aunque también fueran exportadores, tenían que comprar sus dólares al banco central también a su precio fijo. Para todo lo demás, tenían que usar la moneda nacional. Este era el escenario ideal para una moneda local. Por supuesto, durante décadas, la gente exportaba sus ahorros a los países desarrollados e incluso aquellos que no podían hacerlo tenían en cuenta el valor del dólar como medida de valor. Sin embargo, las restricciones impuestas por estas fugas en la gestión de la moneda no eran visibles.

Sin embargo, hoy en día, el poder de los bancos centrales para hacer cumplir sus monopolios está siendo erosionado por la globalización financiera, que facilita la transferencia de dinero a un costo de transacción muy bajo. A medida que este proceso avanzaba, los bancos nacionales en muchos países en desarrollo crearon dependencias extraterritoriales para llevar a cabo transacciones financieras en dólares. Tuvieron mucho éxito en la captación de clientes. Frente a la realidad de que la gente prefería usar dólares, varios bancos centrales de los países en desarrollo permitieron la creación de depósitos y créditos denominados en dólares en su sistema financiero local. Estos depósitos se han hecho cargo de porciones significativas de las operaciones bancarias en esos países en muy poco tiempo, aunque muchos países les impongan restricciones sustanciales. En los últimos años, la relación entre depósitos en moneda extranjera y depósitos totales ha superado el 25 por ciento en la mayoría de las regiones del mundo en desarrollo. En tres regiones -América Latina, los antiguos países comunistas de

Europa del Este y Asia Central, y el Medio Oriente- la proporción ha superado el 40 por ciento. En América del Sur, es del 56 por ciento. En todos los países donde se permite esta práctica, las tasas de interés de las operaciones en moneda extranjera son mucho más bajas que las de las operaciones en moneda nacional, lo que muestra claramente dónde reside el estándar de valor.

La coexistencia de dos monedas en el mismo mercado interno, una débil y otra fuerte, complica la gestión monetaria, plantea altos riesgos de descalce de moneda y reduce drásticamente el poder de los bancos centrales para controlar monetariamente a sus países. Si bien este fenómeno, que podemos llamar "dolarización espontánea", no es la causa del divorcio entre el estándar de valor y la moneda que la gente usa en su vida normal, facilita enormemente el arbitraje entre las dos monedas, haciendo inútiles muchos de los poderes monopolísticos que antes tenían los bancos centrales. Cuando los bancos centrales intentan reducir el valor y el rendimiento de la moneda nacional, la gente se escapa a la otra moneda. Esta posibilidad de sustitución establece un límite inferior a las tasas de interés que los bancos centrales pueden establecer en las monedas locales si quieren evitar la reducción de su propia fuente de poder. En términos numéricos, este límite es igual al interés de la moneda extranjera, más una prima por el riesgo país, más una prima por el riesgo de devaluaciones inesperadas. Debido a esto último, para atraer depósitos en moneda local, los bancos siempre deben ofrecer un premio de interés sustancial sobre las tasas pagadas en los depósitos en moneda extranjera. Esto ocurre incluso si el riesgo país es el mismo porque los bancos nacionales operan con las dos monedas en el mismo país. Por lo tanto, la diferencia es totalmente atribuible al riesgo de una divergencia entre la trayectoria futura del valor de la moneda local y la del estándar de valor.

No se puede controlar una economía con una moneda que la gente puede abandonar. Estos países han perdido lo que a la gente le gusta llamar "soberanía monetaria". De hecho, sin embargo, estos países han perdido su soberanía económica desde hace mucho tiempo. Irónicamente, la perdieron a través del instrumento que les daría tal soberanía, sus monedas nacionales. Incapaces de imprimir una moneda que satisficiera las necesidades de la población en términos de valor en libros, estos países se convirtieron en rehenes de los dictados del prestamista real de última instancia, el Fondo Monetario Internacional (FMI). En muchos, si no en la mayoría de los países en desarrollo, los gobiernos se ven obligados a negociar sus políticas monetarias y cambiarias con esta institución. Sin embargo, no hay que culpar al FMI; los problemas dramáticos surgen cuando los propios países se quedan sin dinero real, que son los dólares. Estos problemas a su vez los obligan a dar la espalda al FMI para conseguir más dinero. El hecho es, sin embargo, que cuando los países llegan a depender del FMI para el suministro de dólares, efectivamente transfieren su poder de decisión sobre sus políticas económicas a esa institución. Con ello, renuncian a su verdadera soberanía, que no reside en la nacionalidad del pueblo representado en la moneda, sino en la capacidad de determinar autónomamente la política

económica de su país. En la mayoría de los casos, se ven obligados a hacerlo debido a los problemas monetarios.

Muchos creen que todos estos problemas desaparecerían si sólo los países en desarrollo aprendieran a manejar sus propias monedas de manera prudente, de modo que pudieran convertirse en patrón de valor para sus poblaciones. Es decir, los problemas se atribuyen a la mala gestión de los países, no a los problemas causados por su debilidad inherente. Sin embargo, hay tres problemas con este argumento.

En primer lugar, los gobiernos de los países en desarrollo han prometido hacer esto durante décadas y han fracasado. Esto ha erosionado su credibilidad hasta el punto de que la gente ha empezado a usar una moneda internacional como la vara de medir hasta qué punto cumplen su promesa. Como demuestra claramente la creciente dolarización espontánea en todo el mundo en desarrollo, restaurar la credibilidad de una moneda es una tarea muy difícil. Hay muy pocos países que han podido hacerlo. Una vez que el estándar de valor de la población ha cambiado, restaurar la credibilidad implica fijar, o estar cerca de fijar, el tipo de cambio relativo a esa moneda. Esto, a su vez, implica que los bancos centrales tendrían que abandonar su capacidad de ejercer políticas monetarias y cambiarias independientes. El tipo de cambio sería fijo, y la política monetaria tendría que ser determinada por el objetivo primordial de mantenerlo fijo. Así, estos países estarían renunciando a las posibilidades que les ofrece el hecho de tener una moneda nacional.

En segundo lugar, al hacer eso, estarían tratando de convencer a la gente de que una imagen en un espejo es mejor que la real, lo cual obviamente no es cierto. ¿Por qué deberías tomar una moneda que refleja al dólar si puedes tener el dólar? Para animar a la gente a hacerlo, los bancos centrales tendrían que convencerlos de que todos los gobiernos en el futuro manejarán la moneda de acuerdo con las políticas establecidas por el que actúa. De lo contrario, la intermediación a largo plazo no tendría lugar. El financiamiento de la inversión en infraestructura, instalaciones productivas y vivienda, tan fundamental para el desarrollo económico y social, seguiría siendo tan difícil como hoy en día. Incluso si los bancos centrales pudieran convencer a la población de que siempre se comportarían con prudencia y que nunca contrariarían con sus políticas monetarias el objetivo de mantener el tipo de cambio fijo, la gente siempre se preguntaría por qué no deberían tomar la moneda real. Para convencerlos de que no lo hagan, los bancos tendrían que pagar tasas de interés más altas por la moneda nacional. Y la gente siempre se protegería. Mantendrían una parte de sus ahorros en el dinero real.

Estos dos problemas están relacionados con la mala gestión pasada o actual de una moneda local. El tercero, sin embargo, no lo está. Este problema es que los bancos centrales en esos países, aunque se comporten bien, no podrán

proporcionar una moneda que la gente pueda usar en todo el mundo. Esto parecería ser una trivialidad, sólo un punto sobre los costos de transacción del cambio de la moneda local por una moneda comercial internacional siempre que se tenga que viajar o importar algo o firmar un contrato con extranjeros. De hecho, estos costos no son triviales. Sin embargo, infinitamente más importante es el hecho de que sin una divisa comercializable internacionalmente, no se tiene acceso al sistema financiero globalizado y a todos los servicios que ofrece, además del crédito y los depósitos. Estas operaciones requieren un tamaño de mercado financiero que ningún país en desarrollo puede tener. Sin una moneda internacional, no puede gestionar sus riesgos en las formas eficientes que se han convertido en la norma en los países con monedas comercializables internacionalmente. La falta de estabilidad internacional es también un problema en el comercio. El comercio de bienes intermedios se está expandiendo enormemente a medida que la conectividad y la globalización están creando cadenas de producción globales, en que un componente de un producto determinado se produce en un país, los otros componentes en otros países, y luego se ensamblan juntos en otro país. Entrar en estas cadenas con monedas comercializables internacionalmente es definitivamente una ventaja, porque los costos pueden ser estimados con mayor precisión a largo plazo, los costos de transacción pueden ser minimizados y los riesgos contra otras monedas internacionales pueden ser cubiertos.

No es realista pensar que los sofisticados servicios que ahora están disponibles a través de las monedas internacionales, que requieren de mercados enormemente profundos para desarrollarse, aparecerán en los pequeños, débiles y poco capitalizados mercados de los países en desarrollo. Mantener a un país alejado de estos servicios, siempre costosos, es cada vez más frecuente en la economía cada vez más globalizada. Las empresas de los países en desarrollo tendrían que entrar en la competencia mundial con una desventaja crucial. Mientras que sus competidores podrían cubrir, intercambiar y obtener financiación donde sea más barato y conveniente, se verían obligados a depender de los créditos y servicios proporcionados en sus débiles y poco profundos sistemas financieros.

Estas y muchas otras complicaciones no surgen del abuso de la creación de moneda, aunque se agravan de manera no lineal cuando se presenta dicho abuso. Están arraigadas en la existencia de un doble estándar en la economía: El estándar de valor que la población utiliza para planificar sus acciones y el valor del dinero que se ven obligados a utilizar en sus transacciones domésticas porque sus salarios, sus ahorros y los precios de las cosas que venden y compran están denominados en esa moneda. La gente a lo largo del mundo en vías de desarrollo está mostrando, a través de la dolarización espontánea, que quiere escapar de esta situación.

Al hacerlo, están invadiendo un campo que hasta ahora había sido dominado por los macroeconomistas: Están redefiniendo los criterios que determinarían qué

moneda debe predominar en una región geográfica determinada. Esto pertenece a un campo llamado la teoría del área monetaria óptima. Hasta ahora, los criterios habían sido que una región debería tener una moneda local cuando su economía es grande, se mueve conjuntamente en los ciclos de negocio, está relativamente cerrada al resto del mundo, comercia principalmente dentro de sus fronteras, es vulnerable a las mismas perturbaciones, y disfruta de libre movilidad de las personas dentro de sus fronteras. Estas condiciones permitirían que el banco central de esa región lleve a cabo las operaciones monetarias y cambiarias más apropiadas para las circunstancias.

Obviamente, la teoría ha sido desarrollada bajo el supuesto de que el propósito principal del dinero es servir como instrumento de control macroeconómico. Sin embargo, con la dolarización espontánea, la gente de todo el mundo en desarrollo está reemplazando esta teoría con un criterio contundente, de que una moneda debe ser usada dondequiera sea el estándar de valor de la población. De esta manera, han redefinido lo que debería ser un área monetaria óptima: Debe llevar consigo un estándar de valor.

Por lo tanto, el argumento a favor de reemplazar la moneda nacional por una internacional (lo cual, en aras de la simplificación del lenguaje llamaré dolarización, aunque la moneda internacional no sea el dólar) existe por tres razones principales, dos de ellas tienen que ver con el desempeño pasado y actual de la monedas del país, y la tercera con su capacidad de ayudar en el proceso futuro de desarrollo. En primer lugar, una revisión de la evidencia muestra que las monedas locales han fallado en entregar los beneficios prometidos. En segundo lugar, han cargado sus economías con costos sustanciales que perjudican gravemente su capacidad de integrarse en la economía global y crecer. En tercer lugar, la dolarización trae consigo muchos beneficios que no están capturados en el limitado marco conceptual que apoya la adopción de monedas locales. Esos beneficios son cruciales para ayudar a los países a aprovechar las oportunidades de desarrollo sin precedentes que les ofrece la nueva economía del siglo XXI. Las dos primeras razones debilitan sustancialmente los argumentos a favor de las monedas locales hasta el punto de cuestionar la existencia de dichos beneficios; la segunda razón proporciona fuertes argumentos a favor de la dolarización.

Estos son los temas que discuto en este libro. Sin embargo, antes de comenzar la discusión, es necesario aclarar algunas cuestiones relacionadas con el tema y el alcance del libro. Primero, a lo largo del libro, trazo una aguda distinción entre dolarización (la eliminación de la moneda local acompañada de adopción de una extranjera), dolarización parcial o espontánea (la sustitución parcial de la moneda local por una extranjera), y los currency boards y otros esquemas de tipos de cambio fijos. Es sorprendente que la gente frecuentemente se refiera a todos estos regímenes como "dolarizados". Por ejemplo, mucha gente creía que la Argentina estaba dolarizada, ya sea porque tenía una caja de conversión (que es una forma de institucionalizar un régimen de tipo de cambio fijo) o porque

permitía depósitos en dólares en su sistema bancario. La característica esencial de una economía dolarizada es que no existe un tipo de cambio entre el dólar y la moneda local, que también es el dólar. Esto elimina el riesgo cambiario, algo que existe en los regímenes de tipo de cambio dolarizado espontáneo y fijo. La diferencia provoca respuestas completamente diferentes de la población en su comportamiento monetario precisamente porque el banco central no puede jugar con el valor de su dinero. La moneda de Monopoly no es lo mismo que una verdadera moneda, incluso si el jugador que controla el tablero promete devolver la verdadera moneda a los otros jugadores al mismo tipo de cambio cuando lo necesiten. Imagine lo seguro que se sentiría al confiar en la palabra de los gerentes de los casinos de que ellos no depreciarán sus fichas una vez que usted intente cobrarlas al final de una noche de juego, sabiendo que si quisieran, podrían depreciarlas impunemente.

En segundo lugar, este libro no contiene una revisión de la literatura sobre el tema. Lo escribí como practicante para el uso de practicantes. Los argumentos que presento aquí fueron las bases para una acción concreta, la dolarización de El Salvador.

En tercer lugar, si bien existe una diferencia entre la devaluación de una moneda (que se refiere a los regímenes de tipo de cambio fijo) y permitir que se deprecie (lo que se refiere a monedas flotantes), usé los términos de forma intercambiable en el libro. Hice esto porque a veces el tratar de ser preciso resulta en una redacción incómoda, particularmente cuando se refiere a países con diferentes regímenes de divisas en la misma frase.

Cuarto, el libro trata los problemas asociados con la elección de un régimen monetario. Por lo tanto, aunque analizo los problemas a corto plazo que son tan importantes al considerar tal elección, no discuto si un país debería devaluar y en qué magnitud en tal o cual condición. El foco de la discusión es la forma en que los diferentes regímenes reaccionan a esos problemas, con el objetivo de destilar criterios que serían útiles en la elección del régimen.

En quinto lugar, si bien muchos podrían argumentar que los problemas derivados de una mala gestión monetaria no deberían ser considerados en contra del régimen de la moneda nacional, yo opino que la incidencia de la mala gestión debería ser un criterio en la elección del régimen por dos razones principales. Primero, un régimen que es propenso a ser mal gestionado en un conjunto de países tiene menos probabilidades de ser el óptimo en cualquier país que pertenezca a dicho conjunto. En segundo lugar, la mala gestión del pasado plantea problemas de credibilidad que son de crucial importancia en el ámbito monetario en particular en lo que respecta a la capacidad de una moneda para desempeñar el papel de un estándar de valor. Tales efectos condicionan entonces las respuestas de la población al régimen monetario de manera que puede llegar a ser estructural. Esto tiene importantes consecuencias pragmáticas. Si la

población de un país ha transferido el rol de estándar de valor a una moneda extranjera, es un hecho que debería ser tomado en consideración en la elección del régimen. Por supuesto, esto no significa que la elección deba ser la dolarización. Sin embargo, si el régimen elegido es el de la moneda local, la política que lo acompaña debe tener como objetivo recuperar ese papel para la moneda nacional. Las probabilidades de poder hacerlo deben ser uno de los criterios de elección.

Sexto, aunque la dolarización puede ser la única solución práctica en algunas crisis, no me detengo en este argumento a favor de la dolarización. Una decisión sobre si mantener la moneda de su país o adoptar una moneda fuerte debe ser tomada en buenos tiempos. Así se ha hecho en El Salvador. Citando a un árbitro anónimo podemos decir que para muchos países en desarrollo, los buenos tiempos son ahora, cuando el capital internacional está fluyendo hacia los países, y el mundo está mostrando un fuerte crecimiento económico. Escribí el libro principalmente para gente que no se precipitan a resolver una crisis y tienen el tiempo de ponderar todos los argumentos presentados.

En séptimo lugar, al escribir el libro, traté de evitar uno de los escollos tan comunes en la literatura sobre los regímenes monetarios: atribuir todo el desempeño económico de los países a la elección y gestión de dichos regímenes. Al leer muchos de los documentos sobre el tema, se tiene la idea de que el todo el campo de la economía se ha derrumbado ante la elección del régimen monetario y su gestión adecuada. En muchos países, el término "política económica" es un sinónimo de "política macroeconómica", que comprende principalmente la manipulación de los niveles de precios, las tasas de devaluación y su impacto en la financiación de la de las reservas internacionales del banco central, y la competitividad del país.

No hay duda de que estos temas son de crucial importancia. Sin embargo, hay muchas otras dimensiones de la política económica. A menudo se descuidan con la idea de que un país crecerá y se desarrollará si sólo devalúa tanto, o si elige ese régimen monetario o esa nueva banda para mantener el tipo de cambio dentro de ella. La conversión de la economía en cuestiones de tipo de cambio no sólo la realizan economistas profesionales, sino también la población en general. En una medida desconocida para los ciudadanos de los países desarrollados, la población de la mayoría de los países en desarrollo es muy consciente de las principales variables macroeconómicas, en particular el tipo de cambio frente al dólar y el nivel de las reservas internacionales. De hecho, dar tanta preponderancia al régimen monetario y al tipo de cambio es algo natural para los países que tanto han sufrido por ello. La estabilidad que los ciudadanos de los países desarrollados dan por sentada no está garantizada en los países en desarrollo y, por ello, mantener la economía al margen de tasas catastróficas de inflación y devaluación es el principal objetivo de la política económica en la mayoría de los países en desarrollo.

Alcanzar tal estabilidad debería ser el requisito mínimo de un régimen económico, de modo que la política económica pueda orientarse hacia las demás dimensiones que determinan el crecimiento y el desarrollo económicos. El régimen monetario debe proporcionar un escenario estable y predecible, de manera que el juego del desarrollo pueda ser escenificado. Si bien ese juego no puede realizarse en medio de movimientos caóticos de todas las variables, tan comunes en muchos países en desarrollo, se requiere mucho más que la simple estabilidad. Esto, que ha sido cierto a lo largo de la historia, lo es cada vez más en el nuevo mundo que está emergiendo con la conectividad. Empantanados en los estimulantes retos de la gestión de la política monetaria, el tipo de cambio y muchas otras variables para lograr un camino esquivo hacia el desarrollo, muchos países en desarrollo han pasado por alto la importancia de los revolucionarios cambios que está experimentando la economía mundial. La política económica debe centrarse en aprovechar las oportunidades que este nuevo mundo está abriendo para los países en desarrollo. Los países deben elegir su régimen monetario como medio para alcanzar este objetivo.

En este contexto es donde yo planteo la discusión del tema en este libro. Sin embargo, cuando se escribe un libro sobre la elección de regímenes monetarios, se debe hacer hincapié en las diferencias observadas entre países con regímenes diferentes. De lo contrario, el enfoque del libro se perdería. Se convertiría en un libro sobre la diversidad de países en desarrollo. Por esta razón, los lectores encontrarán que, aunque traté de recordarles los muchos factores que influyen sobre el desarrollo, la atención se centra en las comparaciones en términos de regímenes cambiarios.

En este sentido, traté de ser justo al presentar los argumentos a favor de tener monedas nacionales en los países en desarrollo. Esto requiere agudizar esos argumentos en los aspectos relevantes de la discusión, expresándolos en términos de tener todas las demás cosas iguales. Hacer esto abre el libro a críticas que exageran las afirmaciones teóricas, simplificándolas hasta el punto de construir un hombre de paja para luego destruirlo. Mi agudización de estos argumentos, sin embargo, no va más allá de lo que hacen sus exponentes. Por ejemplo, la mayoría de los lectores habrán leído que el acceso a una moneda nacional permite a los países llevar a cabo políticas monetarias independientes, o que la capacidad de devaluar sus monedas les permite ser competitivos, o que la capacidad de los bancos centrales para emitir moneda les permite controlar la crítica situación financiera. Sin embargo, cuando se demuestra que estas promesas teóricas no se han hecho realidad, muchas personas, incluyendo algunas de las que habían hecho las afirmaciones mencionadas anteriormente, responden que el hecho de afirmar estas promesas de esta manera las tergiversa de manera flagrante.

Si nunca se hubieran hecho tales promesas, la dolarización no levantaría tantas cejas y no atraería las críticas demasiado frecuentes de que provocaría la pérdida de la capacidad de fijar las tasas de interés al nivel óptimo, determinar a voluntad

la competitividad del país o salvar a los bancos en casos de crisis. Además, el fundamento último de los argumentos a favor de las monedas nacionales, la teoría del área monetaria óptima, que discuto en la última parte del libro, afirma muy claramente que dichas monedas permiten a las autoridades de estas áreas fijar sus tasas de interés de manera óptima, independientemente de las que prevalecen en los mercados internacionales, y absorber los choques externos variando los tipos a los que exportan e importan -que es la principal medida de competitividad para quienes defienden la capacidad de devaluar o depreciar la moneda. Correctamente, esta teoría es aguda y supone que otras cosas serían iguales. De lo contrario, nunca podría ser contradicha por la realidad y, por ello, no tendría valor. Esto, por supuesto, no niega que haya muchos teóricos que ven la competitividad desde diferentes puntos de vista, principalmente aquellos que la ven como una característica de las funciones de producción. Sin embargo, no suelen decir que un país perdería competitividad si no pudiera devaluar su moneda.

Finalmente, en la mayoría de las comparaciones internacionales de ingresos, utilizo dólares internacionales con paridad de poder adquisitivo (PPA). Lo hago incluso si estos indicadores tienen el problema analizado por Werner von Bankrupt en el epílogo: Tienen un sesgo incorporado a favor de países que devalúan en términos reales. Esto, por supuesto, distorsiona las comparaciones internacionales a favor de estos países. Aun así, usé estos indicadores porque la mayoría de los economistas los usan y porque pude señalar puntos específicos aún con el sesgo incorporado en contra de los países que no devalúan sus monedas.

Dividí la discusión en tres partes. En la primera parte, muestro cómo las monedas locales han fallado en cumplir las promesas que la teoría convencional hizo en su nombre, centrándose en el comercio, el sistema financiero y las tasas globales de crecimiento. En la segunda parte, muestro cómo las monedas locales aumentan los riesgos financieros de un país, centrándome en las crisis monetarias y financieras que han afectado a los países en desarrollo en las últimas décadas. En la tercera parte, analizo los problemas de elección de moneda a través de dos concepciones diferentes de lo que es un área monetaria óptima. Al final del libro hay un capítulo con conclusiones y un epílogo en el que Werner von Bankrupt discute el arte de comprar países con un dólar y medio.

